

Fortum

Yhtiöraportti

28.2.2022 08:20



Juha Kinnunen
+358 40 778 1368
juha.kinnunen@inderes.fi

inde
res.

Venäjä, Venäjä, Venäjä

Laskemme Fortumin tavoitehinnan 19,0 euroon (aik. 25,0 €) ja toistamme vähennä-suosituksen. Venäjän laajamittainen hyökkäys Ukraina on muuttanut rajusti Fortumin toimintaympäristöä, ja aiemmin äärimmäisen epätodennäköiset skenaariot ovat muuttuneet mahdollisiksi. Kykymme arvioida erilaisien riskien todennäköisyyttä on heikko ja epävarmuus on äärimmäisen korkea. Vallitsevassa tilanteessa Fortumin suuri Venäjä-riski ei kuitenkaan houkuttele, ja erityisesti Venäjän vastapakotteet voivat olla erittäin haitallisia. Osakkeeseen on nykytasolla hinnoiteltu jo paljon pahaa, mutta pysymme varovaisina ennen yhtiön tulosjulkistusta.

Venäjä-riskit ovat nousseet uudelle tasolle

Venäjän laajamittainen hyökkäys Ukraina on muuttanut rajusti Fortumin toimintaympäristöä. Varsinaista sotaa merkittävämpiä tekijöitä Fortumin arvonn kannalta ovat mielestämme 1) Venäjän vastaiset voimakkaat pakotteet, 2) Venäjän mahdolliset vastapakotteet ja muut reaktiot, 3) ruplan kurssin mahdollinen romahdus ja 4) mahdolliset kerrannaisvaikutukset kaikista edellisistä. Vallitsevan konfliktin mittaluokka on jo niin suuri, ettei normaalioloissa käsittämättöminä pidettyjä toimia voida sulkea pois. Voimakkaiden pakotteiden jälkeen Venäjä on uhkaillut ulkomaalaisten yhtiöiden kansallistamisella, ja tämän jälkeen EU on kiristänyt pakotteita edelleen. Laajamittaiset sanktiot iskevät todennäköisesti voimakkaasti Venäjän talouteen, rahoitussektoriin ja ruplan arvoon.

Venäjän toimet voivat suistaa Uniperin raiteilta

Venäjä ei toistaiseksi ole toteuttanut vastapakotteita, mutta niiden seuraukset voivat olla Fortumille suuria. Riskien realisoitumisen todennäköisyyttä on mahdotonta määrittää, mutta mielestämme oleellimmat riskit juuri nyt ovat 1) Nord Stream 2, jonka lainasaamisia Uniper voi joutua alaskirjaamaan noin miljardi euroa. 2) Venäjän kaasutoimituksien loppuminen, joka iskisi voimakkaasti Uniperin Global Commodities -liiketoimintaan. Tässä epävarmuutta kasvattaa mahdollisten markkinahäiriöiden vaikutukset Uniperin massiiviseen johdannaispositioon (2021: 81,6 mrd. €), jota yhtiö käyttää rahavirtojen suojaamiseksi välillä huonolla menestyksellä ([tulokommentti](#)). 3) Fortumin ja Uniperin Venäjän liiketoimintojen muuttuminen arvottomiksi, mikä kuulosti viikko sitten erittäin kaukaiselta mutta nyt ainakin mahdolliselta ajatukselta. Venäjä vastaa noin 20 % Fortum-konsernin tuloksesta, ja pääomia Venäjälle on sitoutunut arviolta 5 mrd. euroa. ”Kansallistaminen” kuulostaa edelleen radikaalilta, mutta ruplan romahdus jo todennäköistä ja sijoittajien kiinnostus liiketoimintoja kohtaan tuntuu kaukaiselta. Uniperin likviditeettitilanne on ollut jo kireä ja mahdolliset alaskirjaukset, iskut tuloskuuntoon ja markkinahäiriöt kasvattaisivat rahoitustarvetta edelleen. Negatiivisessa skenaariossa myös Fortumin tase ottaisi merkittäviä iskuja, eikä esimerkiksi osingonmaksu ole mielestämme enää varmaa. Suurimmat ongelmat olisivat kuitenkin lähtökohtaisesti väliaikaisia: Ilman Venäjää Fortumin sijoitusprofiili paranisi merkittävästi ja markkinanäkymä on yleisesti Euroopassa erittäin hyvä.

Tällä välietapilla riski/tuotto-suhde on edelleen negatiivinen

Osake on laskenut alkuvuonna 28 % (markkina-arvona ~5,4 mrd. euroa). Yli puolet laskusta voidaan mielestämme selittää Venäjä-riskien lisähinnoittelulla. NS2-alaskirjaus lienee jo hinnassa, ja Venäjä -liiketoimintojen arvoa on jo laskettu merkittävästi. Uhkia on kuitenkin jäljellä useita (erityisesti Global Commodities), eikä markkina huomioi mielestämme vielä mahdollisia kerrannaisvaikutuksia. Arvostus on periaatteessa houkutteleva (2022e P/E 13x ja P/B 1,3x), mutta viimeaikaisien käännteiden takia sekä tuloksentekokyky ja tase vaativat uudelleenarviointia. Lähivuosien ennusteita tarkastelemme kuitenkin uudelleen vasta Fortumin torstaina julkaiseman tilinpäätöstiedotteen jälkeen.

Suositus

Vähennä

(aik. Vähennä)

19,00 EUR

(aik. 25,00 EUR)

Osakekurssi:

19,47 EUR



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	49015	130226	132222	136101
kasvu-%	800 %	166 %	2 %	3 %
EBIT oik.	1344	2435	2079	1986
EBIT-% oik.	2,7 %	1,9 %	1,6 %	1,5 %
Nettotulos	1823	1172	1377	1322
EPS (oik.)	1,67	1,48	1,55	1,49

P/E (oik.)	11,8	13,2	12,6	13,1
P/B	1,4	1,3	1,3	1,2
Osinkotuotto-%	5,7 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %
EV/EBIT (oik.)	19,0	10,5	12,2	10,4
EV/EBITDA	9,5	38,0	7,5	6,2
EV/Liikevaihto	0,5	0,2	0,2	0,2

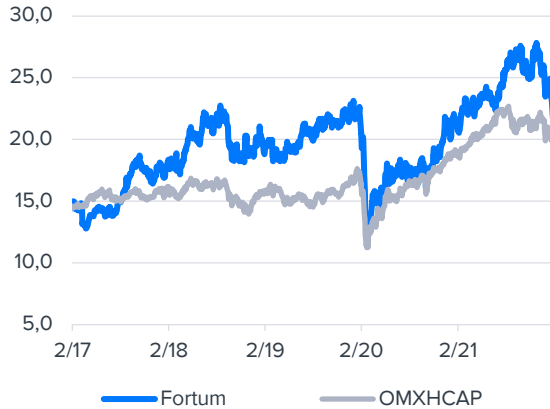
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

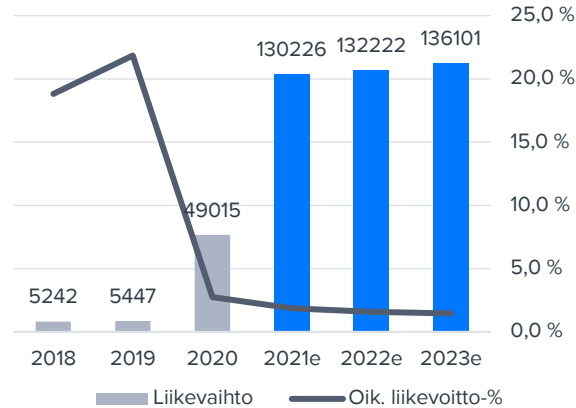
Fortumin Generation-segmentin suojaukset pohjoismaiselle tuotannolle: loppuvuodelle 2021 noin 75 % hintaan 34 EUR/MWh, vuodelle 2022 noin 65 % hintaan 32 EUR/MWh ja vuodelle 2023 noin 40 % hintaan 31 EUR/MWh

Osakekurssi



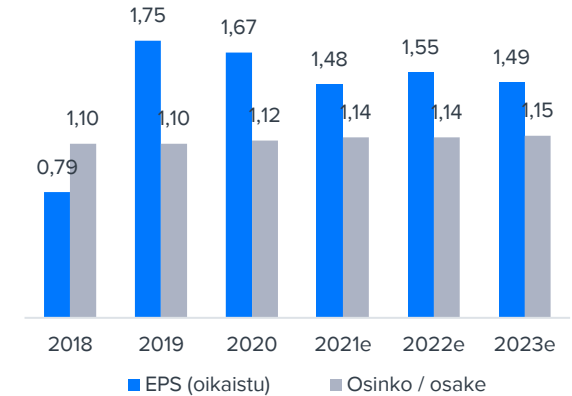
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Fortumin ja Uniperin aito yhdistyminen, mikä mahdollistaisi merkittävät synergiat
- Operatiivisen tehokkuuden parantaminen
- Strategian mukaisissa investoinneissa ja divestoinneissa onnistuminen
- Sähkön hinnan kestävä nousu esimerkiksi päästöoikeuksien hinnan nousun kautta
- Sijoitusprofiilin parantaminen
- Vetytalouden mahdollisen nousun tuoma uusi potentiaali



Riskitekijät

- Venäjän sota Ukrainassa sekä siihen liittyvä pakotekierre
- Sähkön hinnan lasku heijastuisi lopulta tulokseen suojauksista huolimatta
- Sääntelyn epäsuotuisa kehitys Pohjoismaissa, Euroopassa tai Venäjällä
- Olkiluoto 3- ydinvoimalan vaikutukset Suomen sähkömarkkinaan ja Fortumin tulokseen
- Uniperin mukana tulevaan hiilivoimaan liittyvä epävarmuus

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	19,5	19,5	19,5
Osakemäärä, milj. kpl	888,3	888,3	888,3
Markkina-arvo	17291	17291	17291
Yritysarvo (EV)	25616	25412	20688
P/E (oik.)	13,2	12,6	13,1
P/E	14,8	12,6	13,1
P/Kassavirta	83,3	12,0	2,9
P/B	1,3	1,3	1,2
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	38,0	7,5	6,2
EV/EBIT (oik.)	10,5	12,2	10,4
Osinko/tulos (%)	86,4 %	73,5 %	77,2 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	5,9 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Venäjä-riskit ovat nousseet uudelle tasolle (1/2)

Riski: Fortumin ja Uniperin Venäjän liiketoimintojen kansallistaminen

Fortumin Russia-segmentin liikevaihto ja liiketulos olivat vuonna 2021 arviolta noin 885 MEUR ja 252 MEUR (huomautus, toistaiseksi ennusteita). Uniperin Russian Power Generation-segmentin luvut olivat samaa kokoluokkaa: liikevaihto 1010 MEUR ja oikaistu liikevoitto 230 MEUR. Yhteenlaskettu liikevaihto on siis noin 1,9 miljardia euroa ja (oikaistu) liiketulos noin 480 MEUR, joka on noin 20 % Fortum-konsernin oikaistusta liiketuloksesta. Venäjän liiketoimintojen poistuminen tarkoittaisi siis tuloksellisesti noin 20 %:n leikkausta Fortumin tulokseen, ja vaikutus kassavirtoihin olisi todennäköisesti samankaltainen. Korostamme, että tässä on mukana vain Venäjällä paikallisesti toimivat liiketoiminnot, jotka palvelevat paikallisia asiakkaita. Venäjältä tuontia ja Nord Stream 2 -hanketta käsittelemme erikseen.

Fortumin liiketoiminnan arvoa määriteltäessä on hyvä huomioida, että Uniperin Venäjän toiminnot ovat keskittyneet pääasiassa Unipro-konserniin, joka on erikseen listattu yhtiö Venäjällä. Uniper omistaa Uniprosta 83,7 %, mikä jättää vähemmistölle 16,3 %. Unipron markkina-arvo oli perjantaina noin 1,1 miljardia euroa, mutta ymmärrettävästi hinta on ollut erittäin volatiili viime aikoina. Fortumin Venäjä -liiketoiminnan liikevoitto on hieman suurempi, joten samalla arvostuskertoimella sen markkina-arvo olisi noin 1,2 miljardia euroa olettaen samankaltaiset pääomarakenteet. Silti noin 2,3 miljardin euron markkina-arvo Venäjä-liiketoiminnoille voisi olla perjantain tiedoilla suhteellisen järkevä. Silloin Venäjä-liiketoiminnat olisi arvotettu tasolle 4,8x liiketulos (P/EBIT). Tarkastelemme tätä myöhemmin muita oletuksia vasten.

Tulosvaikutuksen lisäksi Venäjän liiketoiminnoissa on tietysti kiinni merkittävästi pääomia. Fortumin Russia-segmentin sidottu pääoma oli Q3'21-lopussa 2,55 miljardia euroa, ja maahan on investoitu vuosien varrella merkittävästi enemmän. Uniperin Venäjän omistukset ovat käsityksemme mukaan samassa kokoluokassa, ja yhteensä pääomia on arviomme mukaan kiinni Venäjällä noin 5 miljardia euroa. Arvioon liittyy merkittävää epävarmuutta, koska yhtiöillä on myös osakkuusyhtiöitä ja joissakin omistuksissa on myös merkittäviä vähemmistöjä. Erityisesti Uniperin osalta on myös epäselvää, millä arvolla esimerkiksi Unipro on yhtiön taseessa. Mielenkiintoista on, että Uniperin taseessa on myös liikearvoa 471 MEUR:n kohdistettuna Venäjälle.

Riski: Nord Stream 2 -kaasuputkihanke

Ensimmäisien Euroopan Unionin pakotteiden joukossa oli pitkään kyseenalaista huomiota kerännyt Nord Stream 2 -kaasuputki (NS2). Uniper on rahoittanut hanketta ja yhtiöllä on noin miljardin euron lainasaamiset hankkeeseen liittyen. Jos NS2 ei saa käyttöönottolupaa, mikä vaikuttaa nykyisessä tilanteessa todennäköiseltä, on vaikeaa nähdä näitä lainasaamiset pidemmällä aikavälillä kurantteina.

Näemme NS2-lainasaamisissa merkittävän alaskirjausriskin, mutta emme ole varmoja, voisiko Uniper saada mahdolliseen tappioon kompensatiota. Juridisesti tilannetta on vaikea arvioida. Mielestämme NS2-alaskirjaus on todennäköisimmin realisoituva Venäjä-riski, mutta senkin kokonaisvaikutukset ovat vielä epävarmat. Käytössä NS2 ei ole ollut koskaan, joten liiketoiminnallisia vaikutuksia sillä ei ole.

Riski: Venäjän kaasutoimituksien loppuminen

Uniperin Global Commodities -liiketoiminta on suurimmalta osalta maakaasun välitys- ja varastointiliiketoimintaa ("gas midstream"). Liiketoiminnan tärkein raaka-aine on Venäjältä tuotava maakaasu, jota yhtiö välittää Eurooppaan (erityisesti Saksa). Tarkkaa tietoa Venäjän osuudesta ei ole, mutta se on käsityksemme mukaan selvästi yli 50 % kokonaisvolyyminä. Yhtiön pääkumppani Venäjällä on Gazprom, jonka kanssa yhteistyötä on tehty 50 vuotta. Uniperilla on Gazpromin kanssa pitkäaikainen toimitussopimus, ja pitkäaikaisia toimitussopimuksia on tietysti muuallekin (ml. LNG). Toistaiseksi kaikki toimitukset on käsityksemme mukaan tehty sovitusti, mutta tilanteen kärjistyessä päivä päivältä tämä ei ole välttämättä jatku tulevaisuudessa. Venäjä käyttää Euroopan riippuvaisuutta maan energiasta poliittisena vipuvartena, ja Eurooppa pyrkii varmasti poistamaan tätä riippuvuussuhdetta aktiivisesti. Pakotekierteessä on mahdollista myös se, että Venäjä katkaisee kaasuvirran Eurooppaan.

Kaasuvirran katkeaminen aiheuttaisi suuria ongelmia Euroopassa, ja Uniperin Global Commodities -segmentin liiketoiminta se aiheuttaisi arviomme mukaan merkittäviä häiriöitä. Venäjän kaasutoimituksiin liittyvää riskiä on vaikea määrittää, eivätkä myöskään mahdolliset vaikutukset Global Commodities -liiketoimintaan ole mitenkään selkeitä. Silti kyseessä on mielestämme selkeä Venäjään liittyvä epävarmuustekijä, minkä takia pyrimme hahmottamaan karusti mahdollisia vaikutuksia Uniperiin. Global Commodities -liiketoiminta on Uniperin suurin liiketoiminta, joka teki noin 64 % Uniperin oikaistusta liiketuloksesta vuonna 2021.

Venäjä-riskit ovat nousseet uudelle tasolle (2/2)

Näin ollen mahdolliset tulosvaikutukset olisivat erittäin suuria. Samalla kun Global Commodities on tehnyt merkittävästi tulosta, se on kuitenkin sitonut myös erittäin paljon pääomia. Käsityksemme mukaan valtaosa Uniperin valtavasta johdannaispositiosta liittyy Global Commodities -liiketoimintaan.

Uniperin taseessa oli vuoden vaihteessa yhteensä 81,6 miljardia euroa johdannaissaamisia. Summat ovat valtavia, emmekä voi millään tavalla varmistaa sitä, että positiot olisivat turvattuja kaikissa markkinaolosuhteissa. Ongelmia ne ovat jo aiheuttaneet vakuusvaatimusten ja sitä kautta likviditeetin muodossa, eivätkä kaikki Uniperin positiot ole olleet mielestämme puhtaasti suojauksia ([lue Uniperin tulokommentti](#)). On siis mahdotonta sanoa, mitä johdannaispositioidelle kävisi, jos kaasun hinta esimerkiksi nousisi voimakkaasti Venäjän rajoittaessa kaasutoimituksia Eurooppaan.

Global Commodities -liiketoiminnan sisälle ei ole näkyvyyttä. Tämän takia emme voi olla varmoja siitä, millaisia sopimuksia Uniperilla on kaasun toimittamisesta sen asiakkaille ja toteutuuko esimerkiksi force majeure -pykälät, mikä oli Venäjä lopettaisi kaasutoimitukset. Emme näin ollen voi olla varmoja Uniperin vastuista, jos Venäjä ja Gazprom eivät yksinkertaisesti kunnioittaisi sopimuksia. 50 vuoden yhteistyön jälkeen tämä luonnollisesti olisi hyvin poikkeuksellista, mutta viime päivinä poikkeuksellisia asioita on tapahtunut paljon.

Lähtökohtaisesti oletamme, että sopimukset on rakennettu marginaalien varmistamiseksi ja myös loppuhinta muuttuu, jos Venäjältä kaasua ei ole saatavilla tai sen hinta nousee merkittävästi. Venäjällä on jo ensimmäisten pakotteiden jälkeen nostettu

esiin mahdolliset hinnankorotukset. Vaikka kyse on tietääksemme ainakin toistaiseksi epävirallisesta ”uhkailusta”, Uniperin riskilistauksesta löytyi myös pitkän aikavälin toimitussopimusten uudelleenneuvottelu- ja hintariskit.

Riski: Ruplan kurssin romahtaminen

Euroopan Unionin ja Yhdysvaltojen voimakkaat pakotteet kohdistuvat sekä Venäjän pankkijärjestelmän että sen keskuspankin kykyyn toimia. Tämän takia Venäjän ruplaan tulee arviomme mukaan kohdistumaan erittäin voimakasta laskupainetta lähiaikoina. Tämä raportti on kirjoitettu sunnuntai-iltana, jolloin valuuttamarkkinat eivät olleet vielä virallisesti auki, mutta maanantaiaamuna ruplan heikentyminen on ollut 20-30 %:n luokkaa suhteessa esimerkiksi USA:n dollariin.

Fortumin ja Uniperin Venäjä-liiketoiminnat tapahtuvat ruplissa, mutta ruplan romahdus pienentäisi tietysti euromääräistä tulosta voimakkaasti, vaikka muut edellä mainitut riskit eivät toteutuisi. Lisäksi haasteita voi olla myös rahojen siirrossa Venäjältä Eurooppaan pankkeihin kohdistuvien rajoitusten takia.

Riski: Fennovoima -osakkuus

Fortum on yhtiön mittakaavassa pienellä omistuksella mukana myös Venäjään liittyvässä Fennovoima -ydinvoimahankkeessa. Hanhikivi 1-hanke on Venäjän toimien takia voimakkaassa vastatuulella, emmekä pidä sen toteutumista todennäköisenä. Emme tiedä, miten paljon Fortum on tähän mennessä hankkeeseen investoinut. Samassa hankkeessa mukana olleen Outokummun investointien ja omistusosuuden perusteella oletamme kuitenkin, että summa on noin 50 MEUR. Tämä on Fortumin

mittakaavassa pieni raha. Outokumpu kirjasi Fennovoima -omistuksensa käyvän arvon aiemmin nolnaan. Emme ole huomioineet Fennovoimaa ennusteissamme tai tulevassa skenaariossa, koska mielestämme kyseessä on Fortumin kannalta lopulta pieni sivujuonne.

Riskiluettelo ei ole kaikenkattava, vaan olemme pyrkineet nostamaan esille suurimpia Venäjään liittyviä riskejä. Lisäksi nostimme esille Fennovoiman, koska aiheesta on ollut keskustelua mediassa. Seuraavaksi pyrimme hahmottamaan karussa skenaariossa, mitä Fortumille mahdollisesti tapahtuisi, jos edellä mainitut riskit toteutuisivat. Ruplan romahdusta emme käsittele erikseen, koska siihen liittyvät vaikutukset ovat suoraviivaisia ainakin translaatiotriskin osalta.

Skenaario lähes kaikkien Venäjä-riskien realisoituessa (1/2)

Olemme luoneet esitettyjen Venäjä-riskien pohjalta raa'an skenaarion siitä, miten Fortum-konserni voisi kehittyä Venäjä-riskien realisoituessa. Korostamme, ettei kyseinen skenaario ole ennustemme tulevasta, vaan tarkoituksena on havainnollistaa Venäjään liittyviä riskejä erittäin poikkeuksellisessa ja epävarmassa tilanteessa. Kyseessä ei ole myöskään huonoin mahdollinen skenaario, mutta tämänkin skenaarion toteutuminen vaatii edelleen useita askeleita huonompaan suuntaan. Toistaiseksi Venäjä on uhkaillut, muttei kuitenkaan toiminut. Länsimaat ovat sen sijaan tehneet todella voimakkaita toimia, joten vastapakotteiden puuttuminen kokonaan olisi yllätys. Voi toki olla, että Venäjä on keksinyt muita ratkaisuja ja yksinkertaisesti ylipelannut kätensä.

Skenaarion taustaoletukset

Teemme skenaariossa seuraavat oletukset:

1. Nord Stream 2 -lainasaamiset kirjataan alas. Tämä on mielestämme suhteellisen todennäköinen riski lyhyellä aikavälillä, ellei NS2-kaasuputkea oteta käyttöön. Tämä tarkoittaisi miljardin euron alaskirjausta Uniperin saamisista, mikä toisaalta pienentäisi taseen toisella puolella omaa pääomaa samalla summalla. Käsityksemme mukaan kirjauksella olisi vastaava tulosvaikutus, mutta rahavirtaan vaikutusta ei olisi (laina annettu pitkä aika sitten). Arviomme mukaan sijoittajat ovat jo valtaosin laskeneet NS2-hankkeen alaskirjatuksi.

2. Fortumin ja Uniperin Venäjän liiketoiminnat muuttuvat arvottomiksi. Venäjä joko toteuttaisi uhkauksensa Venäjällä toimivien kansainvälisten yhtiöiden kansallistamisesta, tai pakotteet ja poliittinen paine tekevät liiketoiminnan muuten arvottomaksi. Joka tapauksessa tilanne on tässä

skenaariossa niin vakava, että Fortum ja Uniper alaskirjaavat Venäjän liiketoiminnoista yhteensä 5 miljardia euroa alas. Sijoittajat ovat jo osin tätä alaskirjausta tehneet, mutta eivät ainakaan vielä perjantaina kokonaisuudessaan.

3. Gazprom sulkee kaasuhanat Eurooppaan, Eurooppa lopettaa ostot ja / tai kaasuputket vaurioituvat niin, ettei kaasua voida toimittaa (Venäjältä kaasuputkia mm. Ukrainassa). Tämä on mahdollista, mutta muistutamme, että sekä Venäjä että Eurooppa tarvitsevat kaasukauppaa. Todennäköisyyttä vaikea arvioida, kuten myös vaikutuksia. Oletamme tässä, että Uniperin Global Commodities -liiketoiminnan lähivuosien tulokset laskevat 50 %. Tämänkin jälkeen liiketoiminnan elpyminen aiemmalle tasolle on epävarmaa, koska yksi yhtiön kilpailueduista on käsityksemme mukaan ollut Venäjän kaasuvaramojen saatavuus. Jos segmentin tulos puolittuisi, vaikutus olisi noin 378 MEUR vuositasolla (vrt. 2021). Tämä olisi noin 15 % Fortum-konsernin liiketuloksesta. Lisäksi Global Commodities -liiketoimintaan kohdistuu 1,3 mrd. euroa liikearvoa Uniperin taseessa, ja liikearvon testauksessa on käytetty matalia, alhaiselle riskille soveltuvia pääomakustannuksia. Näitä jouduttaisiin mahdollisesti arvioimaan uudelleen kriisitilanteessa.

Negatiivisen Venäjä-skenaarion lopputulema ei olisi kaunista katsottavaa

Edellä mainituilla oletuksilla Fortumin operatiivinen liiketulos laskisi lähivuosina noin 860 MEUR:lla, mikä olisi noin 35 %:n leikkaus vuoden 2021 ennustetusta tulostasosta. Yleisesti voimme todeta, että sijoittajat ovat suhtautuneet skeptisesti Fortumin ja Uniperin Venäjän liiketoimintojen arvoon, mutta käsityksemme

mukaan Global Commodities -segmentti on jätetty pitkälti tarkastelun ulkopuolelle. Tässä skenaariossa noin 15 %:n tulospudotus tulee sieltä, koska Venäjän kaasua ei olekaan enää saatavilla.

Uniper joutuisi tekemään miljardin alaskirjauksen NS2-hankkeesta sekä arviolta noin 2,5 miljardin euron alaskirjauksen Venäjän liiketoiminnan menetyksestä. Oletamme tässä, että NS2-hankkeeseen sitoutunut pääoma kohdistuu Global Commodities -liiketoimintaan. Yhteensä Uniperin taseeseen tulisi siis noin 3,5 miljardin euron aukko, kun konsernin oma pääoma 2021 vuoden lopussa (ml. vähemmistöt) oli 6,8 miljardia euroa. Skenaariossa yhtiön tulokseen kohdistuisi myös merkittävää painetta, jolloin Uniperin luottoluokitus olisi vaarassa ilman uutta rahoitusta. Tässä osansa on tietysti myös Uniperin valtavalla johdannaispositiolla ja sen sitomalla pääomalla, minkä takia Fortum on jo aiemmin joutunut rahoittamaan Uniperia. Uniperin valtava tase (2021 loppusumma: 128,4 mrd. euroa) ja skenaarioon kuuluva voimakas epävarmuus huomioiden yhtiön rahoitustarve olisi merkittävä Fortuminkin mittakaavassa.

Uniperin mahdolliset alaskirjaukset näkyisivät suoraan Fortum-konsernin tuloksessa, mutta niiden todellista vaikutusta pienentäisi vähemmistöosuus (Fortum omistaa noin 78 % Uniperista). Lisäksi Fortum kirjaisi alas oman Venäjän liiketoimintansa, mikä tarkoittaisi käsityksemme mukaan noin 2,5 miljardin euron alaskirjausta (sidottu pääoma). Yhteensä kertaluontoisista alaskirjauksista kertyisi noin 6 miljardia euroa. Tästä osa kohdistuisi Uniperin vähemmistöomistajiin, mutta summat ovat karuja arvioita ja vertaamme kokonaissummaa Fortumin vähemmistöosuudet sisältävään omaan pääomaan.

Skenaario lähes kaikkien Venäjä-riskien realisoituessa (2/2)

Fortumin oma pääoma (sis. vähemmistöosuudet) oli Q3'21-lopussa 13,2 miljardia euroa, josta tässä skenaariossa katoaisi siis noin 46 %. On hyvä huomioida, että Fortum on arviomme mukaan tehnyt erittäin hyvän tuloksen Q4'21, joten vuoden lopussa pääomaa on ollut enemmän. Kassavirtavaikutusta millään alaskirjauksilla ei olisi.

Fortumin tase ottaisi siis tässä skenaariossa erittäin suuren kolhun samalla, kun yhtiön tuloksen tekokyky heikkenisi. Luottoluokituksen ylläpitäminen vaatisi arviomme mukaan vähintäänkin erittäin tiukkaa kulu- ja investointikuria, mahdollisesti uusia divestointeja. Hankalaksi tilanteen arvioinnin tekee erityisesti Uniperin mahdollinen rahoitustarve ja Fortumin jo antama rahoitus yhtiölle. Silti tässä negatiivisessa skenaariossa Fortumin osinko laskisi todennäköisesti väliaikaisesti nolnaan. Fortumin pääomistaja on Suomen valtio (omistusosuus 50,76 %), joten rahoitus ei olisi tässä skenaariossa ongelma. Silti skenaariossa osakekurssi laskisi arviomme mukaan voimakkaasti.

Ei pelkkää pahaa

Tämän päivituksen fokus on ollut negatiivisissa Venäjä-riskieissä, joihin sijoittajat ovat vallitsevassa ympäristössä keskittyneet. Samalla toteamme kuitenkin, että myös negatiivisessa skenaariossa on Fortumin kannalta hopeareunus. Näistä merkittävimmät ovat mielestämme seuraavat:

1) Fortum-konsernin sijoitusprofiili olisi näkemyksemme mukaan merkittävästi houkuttelevampi ilman yhtiön Venäjä-liitännäisiä liiketoimintoja. Pidemmällä aikavälillä osakkeen hyväksyttävä arvostustaso olisi todennäköisesti merkittävästi korkeampi ilman Venäjää, jota sijoittajat

karsastavat geopolittisen tilanteen lisäksi korkeiden CO2-päästöjen takia. ESG-mittarilla Fortumin positio olisi voimakkaasti parempi ilman Venäjää. Arviomme mukaan Fortumin maine kärsii tällä hetkellä merkittävästi Venäjän liiketoiminnoista.

2) Fortumin markkinatilanne Pohjoismaissa ja Euroopassa on yleisesti erittäin hyvä, koska Ukrainan kriisin kärjistyminen tukee edelleen yhtiölle tärkeitä sähkön hintoja. Korkeampien sähkönhintojen kautta Fortum pystyisi mahdollisesti kompensoimaan Venäjän jättämää aukkoa tuloksessaan suhteellisen nopeasti. Kun suurempi osuus tuloksesta tulisi vakaasta liiketoiminnasta Pohjoismaissa, olisi tällä edelleen positiivinen vaikutus yhtiön hyväksyttävään arvostustasoon. Aiemmin myös sähkön hintafutuurit olivat myös normalisoitumassa poikkeuksellisen korkealta tasoltaan, mutta suunta kääntyi jälleen ylöspäin Ukrainan tilanteen kärjistyttyä.

3) Sijoittajat ovat jo tehneet merkittäviä leikkauksia Venäjä-liiketoimintojen arvoihin. Fortumin osakekurssi on laskenut tänä vuonna noin 28 %, joten Fortumin markkina-arvosta on lähtenyt noin 5,4 miljardia euroa. Tämä johtuu mielestämme valtaosin Venäjän aloittamasta sodasta Ukrainassa ja sen mahdollisista vaikutuksista, joten osakemarkkinat ovat jo hinnoitellaan uhkia merkittävästi sisälle. Samalla huomautamme, että myös Helsingin tuottoindeksi on laskenut noin 15 % vuoden alusta, ja Fortumin Venäjä-riskit ovat suhteellisestikin Helsingin pörssin suurimpien joukossa. Näin ollen emme tekisi markkina-arvon laskusta suoraa johtopäätöstä siihen, että markkinat olisivat jo tehneet ”5,4 miljardin euron alaskirjauksen” Fortumiin. Arviomme kuitenkin, että yli puolet Fortumin kurssilaskusta liittyy suoraan yhtiön suuriin Venäjä-riskeihin ja osakemarkkinoiden

varautumisesta mahdollisiin tuleviin ongelmiin.

Tilannekuva voi muuttua nopeasti

Viikonlopun aikana olemme saaneet paljon lisätietoa Euroopan ja Yhdysvaltojen pakotteesta sekä taistelujen kehittymisestä Ukrainassa. Tätä raporttia kirjoitettaessa meillä ei kuitenkaan ole tietoa esimerkiksi Venäjän konkreettisista vastapakotteista, tai muista mahdollisesti skenaariomme vaikuttavista tekijöistä.

Tilanteet ovat muuttuneet nopeasti viimeisen viikon aikana, ja epäilemme tämän jatkuvan. Pidämme hyvin mahdollisena, että Fortum ja / tai Uniper kertovat lähiaikoina heidän arvioitaan pakotteiden vaikutuksista, jolloin tämän raportin arviot voivat osoittautua virheellisiksi. Korostamme, että raportissa esitetyn skenaarion tarkoituksena on tarjota sijoittajille eväitä arvioida mahdollista kehityskulkua sekä eri toimien mahdollista vaikutusta, ei ennustaa tulevaa.

Fortum julkaisee vuoden 2021 tilinpäätöstiedotteen 3.3.2022 noin klo 9.00, minkä jälkeen tilannekuva toivottavasti selkeytyy merkittävästi ainakin yhtiön omien ajatuksien osalta.

Teimme ennustemuutoksia vain Q4-ennusteen osalta

Tarkastelimme Q4-ennusteita ennen tilinpäätöstiedotetta

Fortum julkaisee tilinpäätöstiedotteensa torstaina, mitä ennakoiden olemme tarkastelleet erityisesti Q4-ennusteita uudelleen. Suurimpien muutoksien taustalla on Uniperin aiemmin julkaisema tilinpäätös, jota kommentoimme aiemmin [täällä](#). Lisäksi Q4-ennusteisiin vaikutti jopa ennakoimaamme korkeampi sähkön hintataso Pohjoismaissa, mikä heijastui ennusteisiin positiivisesti.

Sen sijaan olemme laskeneet merkittävästi Consumer Solutions-liiketoiminnan Q4-ennusteita. Sähkön vähittäiskauppiat ovat olleet loppuvuonna vaikeuksissa, koska sähkön kulutus on ollut loppuvuonna normaalia korkeampaa. Monesti sopimushinta on kiinteä ja se suojataan keskikulutusta käyttäen. Kun kulutus ylittää

keskikulutuksen esimerkiksi kylmän sään takia, loppu joudutaan ostamaan markkinoilta korkeaan hintaan. Esimerkiksi Fjordkraft antoi tammikuussa negatiivisen tulosvaroituksen asiaan liittyen. Consumer Solutions -liiketoiminnan merkitys Fortumille on yleisesti pieni, mutta liiketoiminta on strategisessa tarkastelussa tällä hetkellä. Negatiivinen kehitys silloin, kun liiketoimintaa oltaisiin mahdollisesti myymässä, voi vaikeuttaa prosessia ja painaa hintaa merkittävästi.

Huomautamme, ettemme ole koskeneet tässä vaiheessa osinkoennusteeseemme. Jos Venäjä-riskien realisoituminen vaikuttaa myös Fortumin hallituksen näkökulmasta todennäköiseltä, osinkoehdotus voi olla merkittävästi alhaisempi kuin nyt ennustettu. Lisäksi merkittävää epävarmuutta tilanteeseen aiheuttaa Uniperin valtavat johdannaispositiot sekä suuret vakuusvaatimukset.

Tarkastelemme lähivuosien ennusteita tilinpäätöksen jälkeen

Emme ole tehneet tässä vaiheessa oleellisia muutoksia lähivuosien tulosennusteisiin. Näkyvyys on tällä hetkellä niin heikko ja liikkuvia osia Venäjän kanssa niin paljon, että teemme muutoksia vasta tilinpäätöstiedotteen jälkeen. Näemme kuitenkin merkittävää painetta ainakin Venäjän liiketoimintojen tulosennusteissa, sillä ruflan kurssi heikkenee voimakkaasti pakotteiden seurauksena.

Huomautamme, että liikevaihtoennuste heiluu Uniperin Global Commodities-liiketoiminnan mukana, mutta käytännön merkitystä tällä ei ole. Liiketoiminnan liikevaihto ei kuvaa sen todellista laajuutta.

Ennustemuutokset	2021e	2021e	Muutos	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	89747	130226	45 %	91086	132222	45 %	93767	136101	45 %
Käyttökate	-346,7	675	-295 %	3407	3379	-1 %	3401	3336	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	2454	2435	-1 %	2107	2079	-1 %	2051	1986	-3 %
Liikevoitto	-1601,7	-580,0	-64 %	2107	2079	-1 %	2051	1986	-3 %
Tulos ennen veroja	-1423,7	-402,0	-72 %	2087	2059	-1 %	2001	1937	-3 %
EPS (ilman kertaeriä)	1,95	1,48	-24 %	1,57	1,55	-2 %	1,55	1,49	-4 %
Osakekohtainen osinko	1,14	1,14	0 %	1,14	1,14	0 %	1,15	1,15	0 %

Lähde: Inderes

Arvostus elää Venäjän toimien mukana

Osakekurssi on laskenut merkittävästi

Fortumin osakekurssi on laskenut tänä vuonna noin 28 %, joten Fortumin markkina-arvosta on lähtenyt noin 5,4 miljardia euroa. Tämä johtuu mielestämme valtaosin Venäjän aloittamasta sodasta Ukrainassa. Samalla myös Helsingin tuottoindeksi on laskenut noin 15 % vuoden alusta, ja Fortumin Venäjä-riskit ovat suhteellisesti Helsingin pörssin suurimpien joukossa. Arvioimme, että yli puolet Fortumin kurssilaskusta liittyy suoraan yhtiön suuriin Venäjä-riskeihin ja osakemarkkinoiden varautumisesta mahdollisiin tuleviin ongelmiin. Lopun voi selittää myös sijoittajien tuottovaatimuksen nousu, mitä voidaan perustella sekä riskien merkittävällä kasvulla että korkojen nousupaineella inflaation ollessa korkea.

Suuntaa riippuu Venäjän toimista

Jos edellä mainitut Venäjä-riskit eivät toteudu, Fortumin arvostustaso on tällä hetkellä houkutteleva. Vuoden 2022 ennusteilla P/E-kerroin on noin 13x, mikä olisi normaalitilanteessa yhtiölle houkutteleva. Tasepohjainen P/B-kerroin on nyt hyvinkin kohtuullinen 1,3x. Velkaantuneisuuden paremmin huomioivat EV-pohjaiset kertoimet ovat myös kohtuullisia (2022e EV/EBIT 12x ja EV/EBITDA 8x), mutta myös osittain harhaanjohtavia. Uniperin tulos on 100 % mukana Fortumin käyttökatteessa ja liikevoitossa, mutta yhtiöllä on kuitenkin merkittävä vähemmistöosuus (~24 % ei kuulu Fortumille).

Hyvässä skenaariossa arvostus on siis houkutteleva, mutta tilanne muuttuu merkittävästi, jos raportissa esittelemämme riskit toteutuisivat. Tulostaso voisi laskea 35 % ja taseessa voisi olla merkittävä aukko. Uniperin rahoittaminen voisi vaatia lisäpääomia, ja yleisesti kerrannaisvaikutukset voisivat olla sijoittajille

erittäin negatiivisia. Vaikka välittömiä riskejä ei realisoituisikaan, meidän on vaikea nähdä, että Venäjän liiketoiminnoille arvostettaisiin lähiaikoina merkittävästi. Näin ollen emme näe osakkeessa merkittävää nousuvaraa, ennen kuin tilanne selkeytyy tavalla tai toisella.

Välitappi

Suosittellemme sijoittajia suhtautumaan 19,0 euron tavoitehintaan välitarkastuspisteenä. Kuluvan viikon aikana tilanne voi muuttua voimakkaasti, ja tulemme tarkastelemaan näkemystämme uudestaan vielä tällä viikolla tilinpäätöstiedotteen jälkeen. Paljon oleellisempaa tässä vaiheessa on se, että toistamme vähennä-suosituksen epävarmassa tilanteessa. Vaikka osakkeeseen on hinnoiteltu jo paljon pahaa, riski/tuotto-suhde on mielestämme tällä hetkellä edelleen negatiivinen. Tilanne voi kuitenkin muuttua nopeasti Venäjän toimien mukana.

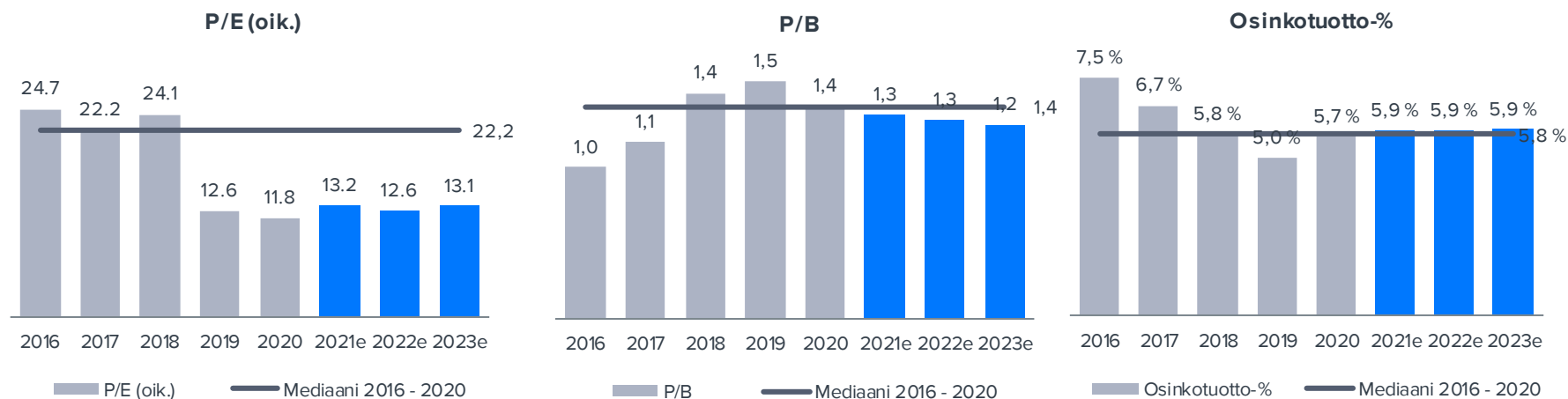
Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	19,5	19,5	19,5
Osakemäärä, milj. kpl	888,3	888,3	888,3
Markkina-arvo	17291	17291	17291
Yritysarvo (EV)	25616	25412	20688
P/E (oik.)	13,2	12,6	13,1
P/E	14,8	12,6	13,1
P/Kassavirta	83,3	12,0	2,9
P/B	1,3	1,3	1,2
P/S	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	0,2	0,2	0,2
EV/EBITDA (oik.)	38,0	7,5	6,2
EV/EBIT (oik.)	10,5	12,2	10,4
Osinko/tulos (%)	86,4 %	73,5 %	77,2 %
Osinkotuotto-%	5,9 %	5,9 %	5,9 %

Lähde: Inderes

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	14,6	16,5	19,1	22,0	19,7	19,5	19,5	19,5	19,5
Osakemäärä, milj. kpl	888,4	888,4	888,4	888,3	888,4	888,3	888,3	888,3	888,3
Markkina-arvo	12944	14658	16968	19542	17501	17291	17291	17291	17291
Yritysarvo (EV)	11017	13955	16805	18665	25567	25616	25412	20688	20587
P/E (oik.)	24,7	22,2	24,1	12,6	11,8	13,2	12,6	13,1	12,9
P/E	26,1	16,9	20,1	13,2	9,6	14,8	12,6	13,1	12,9
P/Kassavirta	neg.	neg.	10,0	46,5	neg.	83,3	12,0	2,9	12,9
P/B	1,0	1,1	1,4	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2
P/S	3,6	3,2	3,2	3,6	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1
EV/Liikevaihto	3,0	3,1	3,2	3,4	0,5	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/EBITDA (oik.)	11,0	8,6	10,0	11,0	9,5	38,0	7,5	6,2	6,1
EV/EBIT (oik.)	17,1	16,9	17,0	15,7	19,0	10,5	12,2	10,4	10,3
Osinko/tulos (%)	196,9 %	112,8 %	115,9 %	66,0 %	54,6 %	86,4 %	73,5 %	77,2 %	77,0 %
Osinkotuotto-%	7,5 %	6,7 %	5,8 %	5,0 %	5,7 %	5,9 %	5,9 %	5,9 %	6,0 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
Yhtiö		MEUR	MEUR	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
RWE	40,00	26866	33710	13,9	13,4	8,1	7,8	17,6	17,4	2,3	2,3	1,5
Engie	14,42	34870	64756	12,0	12,2	7,1	7,2	11,3	10,4	6,0	6,5	1,2
E.ON	11,82	31004	64093	15,7	15,4	9,1	9,2	13,3	13,2	4,2	4,3	4,4
Verbund	102,40	17314	20717	32,3	17,1	23,8	14,3	44,8	25,4	1,1	1,8	5,7
EDF	7,93	25516	63680	18,2	28,6	6,6	13,7	6,8	8,3	5,9	8,3	0,5
CEZ	853,00	18467	23887	24,5	14,0	9,4	8,3	30,6	16,3	5,5	5,5	2,0
Enel	6,55	66132	105669	12,1	11,8	7,5	7,4	12,1	11,7	5,8	6,1	2,3
Orsted	778,20	43675	50275	25,3	21,9	16,6	15,4	28,1	31,4	1,6	1,7	3,7
Uniper	30,43	11061	9499	13,5	13,5	8,6	7,8	11,6	14,0	4,6	4,6	1,1
Fortum (konsensus)	19,47	17174	27878	11,1	12,5	7,8	7,8	10,1	11,3	5,9	6,0	1,2
Fortum (Inderes)	19,47	17291	25616	10,5	12,2	38,0	7,5	13,2	12,6	5,9	5,9	1,3
Keskiarvo				17,9	16,0	10,5	9,9	18,6	15,9	4,3	4,7	2,4
Mediaani				14,8	13,7	8,4	8,1	12,7	13,6	5,0	5,1	1,8
Erotus-% vrt. mediaani				-29 %	-11 %	353 %	-7 %	4 %	-8 %	16 %	16 %	-27 %

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	5447	1357	12330	14049	21279	49015	21493	17128	23701	67904	130226	132222	136101	140114
<i>Generation</i>	2141	574	450	441	541	2006	675	576	684	814	2749	2492	2498	2523
<i>City Solutions</i>	1200	342	212	184	337	1075	418	256	202	306	1182	1068	1093	1125
<i>Consumer Solutions</i>	1835	424	237	235	371	1267	661	424	485	543	2113	2031	2075	2116
<i>Russia</i>	1071	317	202	172	238	929	264	182	193	246	885	880	902	929
<i>Uniper</i>	0,0	0,0	11365	13159	19990	44514	19770	15893	22411	66194	124268	126754	130556	134473
<i>Other</i>	115	34	34	34	38	140	34	36	33	38	141	144	147	152
<i>Eliminations</i>	-915	-334	-170	-176	-236	-916	-329	-239	-307	-238	-1113	-1147	-1170	-1205
Käyttökate	1693	753	848	310	778	2689	1653	-527,0	-2791,0	2340	675	3379	3336	3390
Poistot ja arvonalennukset	-575	-150	-309	-311	-320	-1090	-308	-313	-314	-320	-1255	-1300	-1350	-1383
Liikevoitto ilman kertaeriä	1190	393	203	-179	927	1344	1171	35	260	969	2435	2079	1986	2007
Liikevoitto	1118	603	539	-1	458	1599	1345	-840	-3105	2020	-580	2079	1986	2007
<i>Generation</i>	794	235	174	136	177	722	269	195	245	373	1082	832	788	788
<i>City Solutions</i>	120	58	-15	-37	41	47	86	-4	-20	41	103	71	70	69
<i>Consumer Solutions</i>	79	32	19	18	21	90	36	19	13	-29	39	90	92	94
<i>Russia</i>	316	99	36	40	76	251	100	37	45	70	252	246	256	266
<i>Uniper</i>	0	0	24	-310	649	363	711	-177	9	548	1091	959	900	910
<i>Other</i>	-119	-31	-35	-27	-36	-129	-31	-35	-32	-35	-133	-120	-120	-120
<i>Items affecting comparability</i>	-72	210	336	178	-469	255	174	-875	-3365	1051	-3015	0	0	0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	744	479	37	24	116	656	79	62	11	30	182	100	101	101
Nettorahoituskulut	-134	-57	-2	23	-20	-56	36	35	-40	-35	-4	-120	-150	-150
Tulos ennen veroja	1728	1025	574	46	554	2199	1460	-743	-3134	2015	-402	2059	1937	1958
Verot	-221	-76	-190	37	-115	-344	-150	84	1366	-457	843	-450	-413	-418
Vähemmistöosuudet	-25	-9	-65	60	-19	-32	-218	185	1047	-283	731	-231	-201	-201
Nettotulos	1482	941	320	143	420	1823	1092	-474	-721	1275	1172	1377	1322	1339
EPS (oikaistu)	1,75	0,91	0,19	-0,10	0,67	1,67	0,94	0,09	0,19	0,25	1,48	1,55	1,49	1,51
EPS (raportoitu)	1,67	1,06	0,36	0,16	0,47	2,05	1,23	-0,53	-0,81	1,44	1,32	1,55	1,49	1,51

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	19571	35604	64079	49179	39329
Liikearvo	612	1069	1069	1069	1069
Aineettomat hyödykkeet	531	1739	1739	1739	1739
Käyttöomaisuus	10123	19367	19512	19612	19762
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	6435	2912	2412	2412	2412
Muut sijoitukset	1142	7959	6554	6554	6554
Muut pitkäaikaiset varat	651	2402	30000	15000	5000
Laskennalliset verosaamiset	77,0	156	2793	2793	2793
Vaihtuvat vastaavat	3793	22206	87765	57022	46747
Vaihto-omaisuus	230	1396	3907	3967	4083
Muut lyhytaikaiset varat	954	8998	50000	20000	10000
Myyntisaamiset	1176	9504	24743	25122	25859
Likvidit varat	1433	2308	9116	7933	6805
Taseen loppusumma	23364	57810	151844	106201	86076

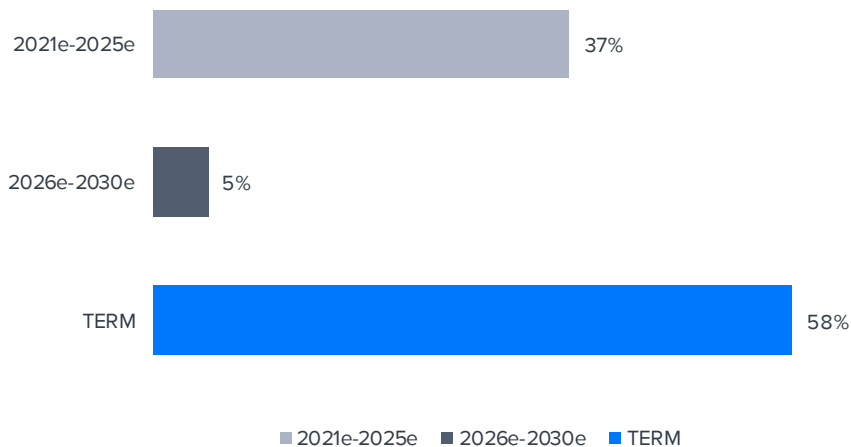
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	13235	15577	15372	15737	16047
Osakepääoma	3046	3046	3046	3046	3046
Kertyneet voittovarot	9982	10149	10326	10691	11001
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-45,0	-242,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	252	2624	2000	2000	2000
Pitkäaikaiset velat	8312	22356	36006	33358	21956
Laskennalliset verovelat	865	952	1000	1000	1000
Varaukset	900	8098	7500	7500	7500
Lainat rahoituslaitoksilta	6118	8785	11506	13858	8456
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	429	4521	16000	11000	5000
Lyhytaikaiset velat	1817	19877	100466	57106	48074
Lainat rahoituslaitoksilta	570	1877	5723	1984	1534
Lyhytaikaiset korottomat velat	943	9525	24743	25122	26540
Muut lyhytaikaiset velat	304	8475	70000	30000	20000
Taseen loppusumma	23364	57810	151844	106201	86076

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	1599	-580	2079	1986	2007	2001	2041	2082	2123	2166	2187	
+ Kokonaispoistot	1090	1255	1300	1350	1383	1392	1406	1429	1457	1486	1516	
- Maksetut verot	-336	-1746	-450	-413	-418	-428	-436	-441	-446	-452	-454	
- verot rahoituskuluista	-37	-8	-28	-34	-34	-35	-37	-41	-46	-50	-53	
+ verot rahoitustuotoista	25	7	0	0	0	12	14	14	14	14	15	
- Käyttöpääoman muutos	-785	17991	-10060	564	-3100	1074	-1029	-1029	-1030	-1030	-15	
Operatiivinen kassavirta	1556	16920	-7159	3453	-162	4016	1959	2013	2073	2134	3196	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	11290	10881	-5000	-6000	0	0	0	0	0	0	0	
- Bruttoninvestoinnit	-20567	-27593	13600	8500	1500	-1600	-1738	-1872	-1909	-1947	-1751	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7721	208	1441	5953	1338	2416	222	141	164	187	1445	
+/- Muut	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vapaa kassavirta	-7721	208	1441	5953	1338	2416	222	141	164	187	1445	26505
Diskontattu vapaa kassavirta		210	1366	5301	1119	1897	163	98	106	114	828	15183
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		26385	26175	24809	19507	18389	16492	16329	16231	16125	16011	15183
Velaton arvo DCF		26385										
- Korolliset velat		-10662										
+ Rahavarat		2308										
+ Sijoitukset osakkuusyhtiöihin		2412										
-Vähemmistöosuus		-2624										
-Osinko/pääomapalautus		-995										
Oman pääoman arvo DCF		16824										
Oman pääoman arvo DCF per osake		18,9										
Pääoman kustannus (wacc)												
Vero-% (WACC)		25,0 %										
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		30,0 %										
Vieraan pääoman kustannus		2,0 %										
Yrityksen Beta		1,40										
Markkinoiden riski-premio		4,75 %										
Likviditeettipremio		0,00 %										
Riskitön korko		2,0 %										
Oman pääoman kustannus		8,7 %										
Pääoman keskim. kustannus (WACC)		6,5 %										

Rahavirranjakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	5242	5447	49015	130226	132222	EPS (raportoitu)	0,95	1,67	2,05	1,32	1,55
Käyttökate	1674	1693	2689	675	3379	EPS (oikaistu)	0,79	1,75	1,67	1,48	1,55
Liikevoitto	1138	1118	1599	-580	2079	Operat. kassavirta / osake	1,36	1,51	1,75	19,05	-8,06
Voitto ennen veroja	1040	1728	2199	-402	2059	Vapaa kassavirta / osake	1,91	0,47	-8,69	0,23	1,62
Nettovoitto	843	1482	1823	1172	1377	Omapääoma / osake	13,33	14,62	14,58	15,05	15,46
Kertaluontoiset erät	151	-72	255	-3015	0	Osinko / osake	1,10	1,10	1,12	1,14	1,14
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	22409	23364	57810	151844	106201	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	4 %	800 %	166 %	2 %
Oma pääoma	12077	13235	15577	15372	15737	Käyttökateen kasvu-%	3 %	1 %	59 %	-75 %	401 %
Liikearvo	588	612	1069	1069	1069	Liikevoiton oik. kasvu-%	20 %	21 %	13 %	81 %	-15 %
Nettovelat	5509	5255	8354	8114	7909	EPS oik. kasvu-%	7 %	120 %	-4 %	-12 %	5 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	31,9 %	31,1 %	5,5 %	0,5 %	2,6 %
Käyttökate	1674	1693	2689	675	3379	Oik. Liikevoitto-%	18,8 %	21,8 %	2,7 %	1,9 %	1,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-166	-240	-785	17991	-10060	Liikevoitto-%	21,7 %	20,5 %	3,3 %	-0,4 %	1,6 %
Operatiivinen kassavirta	1206	1340	1556	16920	-7159	ROE-%	6,8 %	11,9 %	14,1 %	8,9 %	10,2 %
Investoinnit	310	-617	-20567	-27593	13600	ROI-%	6,5 %	9,9 %	10,3 %	-1,3 %	6,8 %
Vapaa kassavirta	1699	420	-7721	208	1441	Omavaraisuusaste	53,9 %	56,6 %	26,9 %	10,1 %	14,8 %
						Nettovelkaantumisaste	45,6 %	39,7 %	53,6 %	52,8 %	50,3 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	3,2	3,4	0,5	0,2	0,2						
EV/EBITDA (oik.)	10,0	11,0	9,5	38,0	7,5						
EV/EBIT (oik.)	17,0	15,7	19,0	10,5	12,2						
P/E (oik.)	24,1	12,6	11,8	13,2	12,6						
P/B	1,4	1,5	1,4	1,3	1,3						
Osinkotuotto-%	5,8 %	5,0 %	5,7 %	5,9 %	5,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.7.2018	Vähennä	21,00 €	22,00 €
20.7.2018	Vähennä	21,00 €	21,82 €
12.10.2018	Vähennä	21,00 €	19,85 €
25.10.2018	Vähennä	19,00 €	18,35 €
<i>Analyyttikko vaihtuu</i>			
4.2.2019	Lisää	21,00 €	19,95 €
29.4.2019	Lisää	20,00 €	18,67 €
22.7.2019	Lisää	21,00 €	20,86 €
18.9.2019	Vähennä	21,00 €	21,40 €
9.10.2019	Vähennä	21,00 €	21,00 €
25.10.2019	Vähennä	21,00 €	21,60 €
7.2.2020	Lisää	23,00 €	21,99 €
17.3.2020	Osta	15,00 €	13,31 €
27.4.2020	Osta	17,00 €	14,86 €
18.5.2020	Osta	17,50 €	14,92 €
21.7.2020	Osta	20,00 €	17,84 €
20.8.2020	Osta	20,00 €	17,02 €
18.11.2020	Osta	20,00 €	17,63 €
4.12.2020	Osta	20,00 €	18,30 €
15.2.2021	Lisää	22,50 €	21,97 €
14.5.2021	Lisää	24,00 €	22,74 €
18.8.2021	Lisää	26,50 €	24,49 €
15.11.2021	Vähennä	25,00 €	25,30 €
28.2.2022	Vähennä	19,00 €	19,47 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**